

論文

ハンガリーのインフレーション・
ターゲットに関する一考察

山 崎 晋

はじめに

2004年5月にEU加盟を果たすハンガリーは、2007～08年のEMU (Economic and Monetary Union: 経済通貨同盟, 以下「EMU」とする) 参加を目指している。EMUに参加する諸国はマーストリヒト条約で定められた経済変数の収斂基準をクリアしなければならない。その中で特に重要視されているのがインフレ率である。ハンガリーのみならず、EMU参加を目指すポーランド、チェコといった諸国は消費者物価上昇率2%と、為替相場をユーロに対して安定させるという基準を満たすために為替相場をユーロに対してペッグし、インフレーション・ターゲット (以下「インフレ目標」とする) を採用するという体制を採っている¹。筆者は以前にハンガリーの為替体制について検討したので、続いてそれに組合わせるインフレ目標に関して考察を行ないたい²。

まず、インフレ目標導入の経緯を述べる。ハンガリーは1995年以来クローリン

1 インフレ目標に関する主要な研究としては、Bernanke et al (1999), Devell (1997), Leiderman and Svensson (1995), Mishkin (2000) が挙げられる。またハンガリーのケースについては、Schaechter et al (2000), IMF (2002), pp.10-15, OECD (2002), pp.48-49, 50-52, Siklos and Abel (2002) がある。

2 ハンガリーの為替体制については、Koch (1997), Varhegyi (2001), 田中 (2001), 山崎 (2003) がある。

グ・ペッグ制の為替体制の下でデイスインフレを進行させてきた。その結果、1995年に約25%であった消費者物価上昇率は、1999年には10%程度まで下落した。これは、為替相場の切下げ率（以下「クローリング率」とする）を事前に公表し、それを徐々に縮小していくことによってクローリング率をインフレ期待の指標として定着させるとともに、インフレ期待を下落させることに成功したためである。しかし、1999～2000年になりクローリング率がほぼゼロに近づくにともなうインフレ率は10%程度で推移するようになり、デイスインフレは停滞することとなった³。この問題に対処するために、ハンガリーは2001年5月に為替相場の中心相場からの変動許容幅をそれまでの±2.25%から±15%へと拡大するとともに、6月にインフレ目標を導入し、残存する為替規制を撤廃した。

ここでインフレ目標の定義をしたい。ミシュキン (Mishkin, F.S.) はインフレ目標を大まかにまとめて、(1) 中期の数値で表されるインフレ目標の公表 (2) 物価安定を最大の目標とすることへの制度的なコミットメント (3) 政策手段の設定を決めるに際して幅広い情報（貨幣供給量や為替相場などの多くの変数）を活用した戦略 (4) 金融政策の戦略に関する透明性の高まり (5) 説明責任の高まり、としている⁴。ここでもこの定義に従うことにする。

本稿の構成を説明すると、まず第1章でインフレ目標の制度的側面を見る。次いで第2章では金融政策の動向を検討する。第3章でインフレ目標の成果について説明する。第4章ではハンガリーのインフレ目標の特徴であるインフレ予測についてやや詳しく考察したい。

3 これには、1999年半ば以降、金融政策のコントロールを超えた要因（エネルギー・食料価格）もある。National Bank of Hungary, *Annual Report* 2001, p.23 を参照のこと。

4 この点は、Mishkin(2000), p.105 による。また、Siklos and Abel (2002), p.10 はインフレ目標を導入する経済的条件として発達した金融市場を挙げている。

1. インフレーション・ターゲットの制度的側面

ここでは、インフレ目標の制度的側面について述べるとともに、ハンガリーにおける現状を分析したい。しかし、その前にハンガリーがインフレ目標に取り組んでいる目的について簡単に述べる。すでに述べたように、1990年代末から2000年にかけてハンガリーではクローリング・ベッグ制の下でのデイスインフレが限界を迎えていた。したがってハンガリーはインフレ目標の下で為替相場を適切に調整しつつデイスインフレを進行させることを目指しているといえる⁵。

(1) 中期の数値で表されるインフレ目標の公表

インフレ目標には透明性の高いアンカーが必要である⁶。インフレ指標の中からどれをインフレ目標の指標として選択するのはデータのタイムリーさと公衆に広く受容れられる程度によって決まる⁷。この点で、消費者物価指数（以下「CPI」とする）に勝るものはないため、インフレ目標を採用している国のほとんどがこれを用いている。

CPIの計算方法には正の小率のバイアスがある可能性が高いということに注意しなければならない⁸。したがって、物価安定を目指す場合、小率の正の目標値を設定するのが妥当と思われる。多くの国では2%程度を目標値としている。

目標を設定する際には、それを特定の値にするのか、それとも目標値から一定の広さを持つバンドとするのかという問題がある。どちらをとるのか、また後者の場合、バンドの広さをどの位にするのかは金融政策がインフレをコントロール

5 IMF(2002), p.4 を参照のこと。

6 IMF(2002), p.4 を参照のこと。

7 Schaechter, Stone and Zemer (2000), p.10 を参照のこと。

8 Devell (1997), p.11 を参照のこと。

できる程度による。バンドが狭いと中央銀行は金融政策の手段を頻繁に使ってインフレを抑えねばならなくなる⁹。したがってバンドの広さは金融政策の物価安定に対するコミットメントの強さを意味し、これが狭いほどコミットメントが強いといえる¹⁰。バンドの広さが狭すぎるとコミットメントは強くなるがそれを破ってしまう可能性が高まる一方、広すぎると中央銀行のコミットメントが弱すぎて金融市場の信認を獲得しづらくなる。

また、時間軸の問題がある。これはインフレ目標を経済がどのような局面で導入するのか、どの位の長さの時間で目標を達成するのかということである。政策の時間軸をどの位の期間取るのかは短期のインフレ率の目標からの乖離を相殺する能力を反映する¹¹。通常は、金融政策のインフレに対するラグを考慮して2年とする国が多い。高率のインフレやクローリング為替体制の下で始めた国はほとんどが実物経済の混乱を制限するため、長い移行期間の間にデイスインフレしている¹²。

多くのエマージング諸国では、インフレ目標のデザインがより短い時間軸と、ポイント・ターゲットよりも目標範囲という特徴を持つ。これは、基礎的な経済構造の変動が進行中でかつ、資本流入の拡大が見られることが多いためである。これらの国では長期のインフレ目標に加えて、毎年の目標で定められたデイスインフレ経路を明らかにしている¹³。

インフレ目標導入や各年の目標値のアナウンスメントの形態は国によって様々である。しかし、中央銀行のみがアナウンスをして後に政府が保証するというケースや、中央銀行と政府が共同でアナウンスするという形が一般的と見られる¹⁴。いずれにせよ、金融市場や公衆の信認を得るためには、最終的に中央銀行と政府

9 バンドが狭いと、頻繁に金融引き締めを行わなければならないため、金融市場が不安定化する可能性がある。この点は、Devell (1997), p.15 による。

10 Devell (1997), p.14 を参照のこと。

11 Devell (1997), p.10 を参照のこと。

12 Schaechter, Stone and Zemer (2000), p.16 を参照のこと。

13 Schaechter, Stone and Zemer (2000), p.9 を参照のこと。

14 Devell (1997), pp.7-8 を参照のこと。

が共同で責任を負うことを要する。

続いてハンガリーにおけるインフレ目標を説明すると、同国でもインフレ目標の対象となる指標はCPIである。これは、上に述べたようにデータがタイムリーに得られ、かつ公衆に受け入れられやすいためといえよう。また、最終的な目標インフレ率は2%であり標準的な水準であるが、これは欧州中央銀行（European Central Bank, 以下「ECB」とする）の目標水準と同じである。目標インフレ率±1%のバンドを設け、その範囲内にインフレ率を収めるやり方を探っている。

インフレ目標導入のアナウンスはハンガリー国立銀行と政府の共同で行われた。各年の目標値はハンガリー国立銀行（National Bank of Hungary）と相談しながら政府が決定し、ターゲットをアナウンスした後には共同で責任をとることになっている¹⁵。長期のインフレ目標2%（2007～08年までにこれを達成する）に加えて、毎年の目標で定められたデイスインフレ経路を明らかにしている（各年の目標は2001年7%、2002年4.5%、2003年4.5%、2004年4.5%、2005年4%、2006年3%）¹⁶。すなわち、毎年の目標インフレ率を徐々に引下げてゆき、最終的な目標の2%を達成するといういわゆる「インフレ削減目標」（inflation reduction targeting）を採っている。

ハンガリーでは、四半期ごとのインフレーション・レポートを通じてインフレ予測が発表されるという点が特徴的である。上では触れなかったが、インフレ予測を発表する国は必ずしも多くはない¹⁷。インフレ予測については後で検討する。

（2）物価安定を最大の目標とすることへの制度的なコミットメント¹⁸

これに関しては、次の2つの要素が重要である¹⁹。

15 Siklos and Abel (2002), p.8 を参照のこと。

16 2003年の目標は同年夏に3.5%から4.5%に変更された。

17 インフレ予測を発表する主な国としては、イギリスが挙げられる。

18 Devell (1997), p.8 を参照のこと。

19 Mishkin (2000), pp.105-106 を参照のこと。

- (i) 中央銀行の政策決定会合が政治家から十分に隔離され、政策委員会から政府のメンバー排除、政策委員に指名されたメンバーの任期は十分に長く（通常は5～6年）、恣意的に解任にされない²⁰。
- (ii) 金融政策の手段を定めるにあたっての中央銀行の独占的なコントロールが確保される。

特に(ii)では、物価安定を最大の目標とする制度的コミットメントの存在がまず問題となる。インフレ目標を採用する多くの国では中央銀行法によって金融政策における最大の目標が物価安定であることが法的に定められる。また、他の政策目標と衝突した場合、物価安定が優先であることを明確にしなければならない。

このことからほかの政策との関係が問題となる。特に問題となることが多いのが、財政政策と為替政策である。財政政策の主体である政府はインフレ目標が達成できなかった場合、中央銀行と共同で責任をとらなければならないため、財政政策は物価安定と両立しなければならない。経済的な面からいっても、良好な財政ポジションはインフレ目標を成功させるのに不可欠であるといえる²¹。しかしながら、インフレ目標を導入したからといって財政支出が制御できるわけではない²²。したがって、財政支出を抑制するような制度の設計がインフレ目標の成功にとって非常に重要である²³。

為替政策においては、インフレ目標は為替体制が変動許容幅の狭い固定相場制とは相容れにくい。したがって、インフレ目標が達成されやすいのは、為替体制が変動相場制であり、金融政策が国内を目的としているときであると考えられる。

また、途上国にとっては為替相場の変動はマクロ経済に大きな影響を及ぼすため、インフレ目標を採用している途上国は、先進国よりも頻繁に外為市場介入を

20 「政策委員の任期が十分に長い」とは、通常国家元首の任期よりも長いことを意味する。

21 Schaechter, Stone and Zemer (2000), p.18 を参照のこと。

22 Mishkin, F.S. (2000), pp.106-107 を参照のこと。

23 Masson, Salvatano and Sharma (1997), p.107 を参照のこと。

行なうようである。特にドル化が進行している経済では、物価安定を優先させて為替相場が大きく変動した場合、金融上の不安定という大きな問題を引起すかもしれない²⁴。

ハンガリーでは、2001年6月29日にハンガリー国立銀行法を改正して、ハンガリー国立銀行の行う金融政策の最大の使命は物価安定の達成とその維持であり（同法第3条(1)）、この目的に抵触しない範囲で政府の経済政策を支援するとしている（同法第3条(2)）。

財政政策においては、「政府が関係予算を作成する際にはハンガリー国立銀行から意見聴取する」（同法第37条）とされている。インフレ目標の運営には財政政策との協調が欠かせないものではあるが、後に述べるように、現実にはこの点は必ずしも上手くいっているとはいえない。

為替体制の決定は、政府が中央銀行と協議の上で行なうとされており、この点では政府が主導権を握ることとなる（同法第11条(2)）。また、多くの途上国とは異なってハンガリーは外為市場介入を極力行わないことを目指しているものと見られる。これはインフレ目標採用後、為替相場の変動許容幅を拡大して為替増価を通じたデイスインフレを達成しようとしており、以前は頻繁に行っていた外為市場介入をまれにしか行わなくなったことから窺うことができる。ハンガリーは将来 EMU 参加を目指しており、外為市場介入を極力回避する方針は ECB になっているものと見てよい。

(3) 政策手段の設定を決めるに際して幅広い情報（貨幣供給量や為替相場などの多くの変数）を活用した戦略

金融政策のトランスミッション・メカニズムに対する知識は不完全な部分が多

24 Mishkin(2000), pp.106-107 は、為替相場が短期間に大きく減価した場合、ドル建て負債が占める割合が大きいと、為替リスクの負担が増大し、その結果金融危機のリスクが増大する点を指摘している。

いため、政策手段の設定を決めるに際して幅広い情報（貨幣供給量や為替相場などの多くの変数）を活用した戦略が採られる²⁵。特に途上国の場合には、そのモデルは大きな不確実性の制約下にあるため必然的にそうなる²⁶。またインフレ目標はあらゆる変数を用いるため、マネタリー・ターゲットとは異なり、貨幣とインフレの安定的関係には依拠しないという特質を持っている²⁷。ハンガリーにも上記の点は全て当てはまる。

ハンガリーは金融政策の判断において、GDP、生産性上昇率、貨幣供給量、為替相場、国際収支、賃金上昇率、財政支出などのさまざまな経済変数を用いている。

（４）金融政策の戦略に関する透明性の高まり

物価安定が優先される金融政策においては、政府からの圧力によってその遂行が妨げられないように中央銀行の独立性が強化されなければならない。それにもない、金融政策の透明性を高めることが重要となる。

中央銀行の独立性の問題では、金融政策の手段の独立性と政府からの独立性が主として問題である²⁸。前者についていえば、金融政策の目標設定に関する独立性である必要はない。むしろそれは法律、ないしは政府に任せ、中央銀行は金融政策の手段の独立性を確保するのがよい²⁹。ここで手段の独立性とは、中央銀行が金融市場に対する（金融状況に関する）意図をシグナルするために必要な手段を自ら行使できることである。政府からの独立性とは、中央銀行の財務の独立性と、財政赤字のファイナンス禁止を意味することが多い。財務の独立性が重要なのは、運営資金を政府から供与されていると金融政策に介入を受けやすいため

25 IMF (1996), p.1 を参照のこと。

26 Schaechter, Stone and Zemer (2000), p.25 を参照のこと。

27 Mishkin (2000), pp.105-106 を参照のこと。

28 Siklos and Abel (2002), p.6 を参照のこと。

29 IMF (1996), p.1, Devell (1997), p.7 を参照のこと。

ある。後者については、財政赤字のファイナンスのために貨幣供給量が増やされると、インフレ圧力が高まるためといえる。

金融政策の透明性については、中央銀行によるこれまで以上の情報公開を要する。これには、政策の内容と政策の決定プロセスに関するものがある。政策の内容については、インフレーション・レポートを含む各種出版物による政策の詳細な説明がこれに当たると考えられる。政策の決定プロセスについての情報公開としては、政策委員会での投票や議事録の公開などがある。政策委員会での投票記録は、ほとんどの国では公開されない³⁰。これは、投票記録が公開されると、政策委員に対して政治的な圧力がかかりやすく、客観的な判断に基づく投票が行われにくくなる可能性があるためである³¹。

続いてハンガリーのケースについて説明すると、中央銀行の独立性についてはハンガリー国立銀行法によって金融政策を定める独立性（ハンガリー国立銀行法第5条）と、金融政策への政府の介入禁止（同上法第38条）が定められている。前者は上で述べた手段の独立性と解することができる。また、同法では財政赤字のファイナンス禁止も定められているため、一応の体裁は整っていると見られる（同上法第16条(1)）。ただし、政府の外貨建て借入への参加、政府との間でそのヘッジ取引が可能な点には注意を要する（同上法第20条(1)～(2)）。

ここでハンガリーでの金融政策の決定プロセスをハンガリー国立銀行法に即して触れておくと、まず金融政策はハンガリー国立銀行の最高意思決定機関である政策委員会（Monetary Council）によって決められる（同上法第49条）。政策の決定は出席メンバーによる多数決で行われ、結果が同票数の場合には議長がキャスティング・ボードを握る（同上法第15条）。

30 Schaechter, Stone and Zemer (2000), p.34 を参照のこと。

31 ただし、投票記録の非公開には政策の透明性が一定程度下がるという問題がついてまわる。こうした点を鑑みて、イギリスでは一定の期間において投票記録が公開されるという例がある。ただし、イギリスのように透明性に重点を置くケースは例外的なものである。

続いて総裁に関して説明すると、大統領によって指名され、任期は6年である(同上法第50条(2))。大統領は総裁の解雇権を保持する(同上法50条(3))。また、副総裁は3~5名で(同上法第51条(1))、任期は6年(同上法第51条51条(2))になる。

政策委員会のメンバーは7~9名(同上法第20条(3))、そのメンバー構成は総裁、副総裁、大統領に任命された者(任期は6年)(同上法第20条(4))、金融に精通した民間人の登用(同上法第20条(5))と定められている。また、政策委員の候補者は議会の委員会に出席する義務を負うことも決められている(同上法第20条(6))。

政策委員は任務を遂行できない場合、大統領によって解雇される(同上法第20条(10)(a))。また、委員が自らの力で義務を果たせなかった場合にも解雇される(同上法第20条(10)(b))。政策委員の指名・解雇については総裁が助言を与える(同上法第20条(11))。

指導者委員会(Board of Directors)は、政策委員会の決定を実施するものと規定されている(同上法第52条)。

なお、政策委員会での投票記録は、多くの国がそうである様に公開されない。こうした点に関係する情報公開については次の(5)で説明したい。

(5) 説明責任の高まり

説明責任の意味するところは、金融市場と公衆に対して明らかに規則正しい方法で金融政策の判断を伝えなければならないということである。したがって、中央銀行は金融市場や公衆とコミュニケーションをとる必要性があり、これが工業国においてインフレ目標が成功した主要な要因と指摘されている³²。そのため、中央銀行総裁などの政策担当者はスピーチによって金融政策の戦略を頻繁に説明する機会を持つ。そしてインフレーション・レポートなどの出版物を通じて過去

32 Mishkin (2000), pp.105-106 を参照のこと。

と将来のインフレ率の動向と金融政策に関する見解を明らかにする。

また、インフレを目標とする中央銀行は政府と頻繁にコミュニケーションをとる。これは(4)で述べた中央銀行の独立性と関係している。金融政策担当者は議会のように選挙による洗礼を受けないため、中央銀行総裁は議会やその各種委員会などの場で、金融政策について説明を行う義務を負わなければならない。

明確で上手く定義されたインフレ目標の下でフォーワード・ルッキングな金融政策が持続的に行なわれれば、独立した中央銀行に対する公衆の支持を築きやすい。こうした点が満たされるならば、インフレ目標は厳密に法律で定められた目標の水準や出版物を必ずしも必要としない。

また、もし透明性と決意の固い政策対応によって公衆の信認が維持されるなら、インフレの目標バンドの上限を破ったとしても、金融政策に対する信認は深刻な打撃を受けるわけではない。それは、枠組みの透明な性質によって中央銀行が取る立場の背景にあるモチベーションと金融政策の目的に対する公衆の深い理解がもたれられるためである³³。

次にハンガリーにおける金融政策に関するハンガリー国立銀行の説明責任について説明しよう。同行は金融政策に関して議会への説明責任を負っている（ハンガリー国立銀行法第35条）。政策委員会と指導者委員会の議題は政府に提出される（同上法第39条(1)）。また、政府の代表が政策委員会に出席することができる（ただし、投票権はない）（同上法第39条(2)）。さらに、同行にはインフレーション・レポートの発行が義務として課されている（同上法第41条(1)）。

IMFはインフレ目標のマクロ政策全体における位置付けを、「公衆に対して金融政策の目標をコミュニケーションすることで、賃金と価格設定プロセスを調整し、公衆のインフレ期待を形成する調整装置」としている³⁴。また、ミシュキン

33 Schaechter, Stone and Zemer (2000), p.28 を参照のこと。

34 IMF (1996), p.1 を参照のこと。

「金融政策行使にあたっての透明なガイド」と表現している³⁵。ハンガリーはインフレ目標を導入して数年しか経っていないが、上で述べた制度的要件の多くを満たしているように思われる。以下の章では実際の金融政策の検討を通じてインフレ目標が公衆のインフレ期待を形成し、金融政策の透明なガイドとして機能しているのかについての現状を明らかにしたい。

2. 金融政策の検討

ここでは、インフレ目標の下での実際の金融政策の運営を見ていく。インフレ目標の下では、インフレ期待の動向が重要になるので、これと金融政策の関係を中心に見たい。続いて実体経済にとっては実質金利が重要なので、これと金融政策との関係も検討する。これら2つの代表的な指標との関係で、金融政策の動向について簡単にではあるが明らかにしたい。

2001年第3四半期にデイスインフレが急激に進展していたため、ハンガリー国立銀行はインフレーション・レポートの2001年8月号で「現在のところ金融環境を変える必要なし」としているが、2001年9月11日に11%に、また2001年10月25日には10.75%へと政策金利を引下げている³⁶。これはデイスインフレの急激な進展に対応してのものと考えられる。数値では公表されてはいないが、2001年11月号のインフレーション・レポートの図によると、同時期のインフレ期待は2001年12月向けが7%台半ば、2002年12月向けが5%台半ばで推移しており、直近の数ヶ月でもやや下落している³⁷。したがって、この時期の金融政策はインフレ期待

35 Mishkin (2000), pp.106-107 を参照のこと。

36 これは、ハンガリー国立銀行が2000年の高インフレ率は景気過熱ではなく、外的な要因によるものであり、外国における景況の転換がハンガリー製品に対する需要を減少させると見ているためである。National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, August 2001, p.10 を参照。

37 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, November 2001, p.15 を参照。Chart II-15 による。

の面から見て妥当なものと判断できる。

インフレーション・レポート2001年11月号では、「金融政策は変更の必要なし」としている³⁸。この時期の金融政策についてもインフレ期待の観点から見ていく。これも数値は公表されていないが、インフレーション・レポート2002年2月号の図によると、2001年第4四半期にはインフレ期待は約8%から約7%へと低下しているが、実際のインフレ率はそれよりも急速に低下している³⁹。デイスインフレの動向は2002年1月でも変わらず、インフレ期待と実際のインフレ率はそろって6%台半ばにまで下がったため、2001年11月13日の10.25%、2001年12月11日の9.75%、2002年1月8日の9.5%、2002年1月22日の9%といった一連の政策金利引下げもまた、妥当なものと考えてよい。

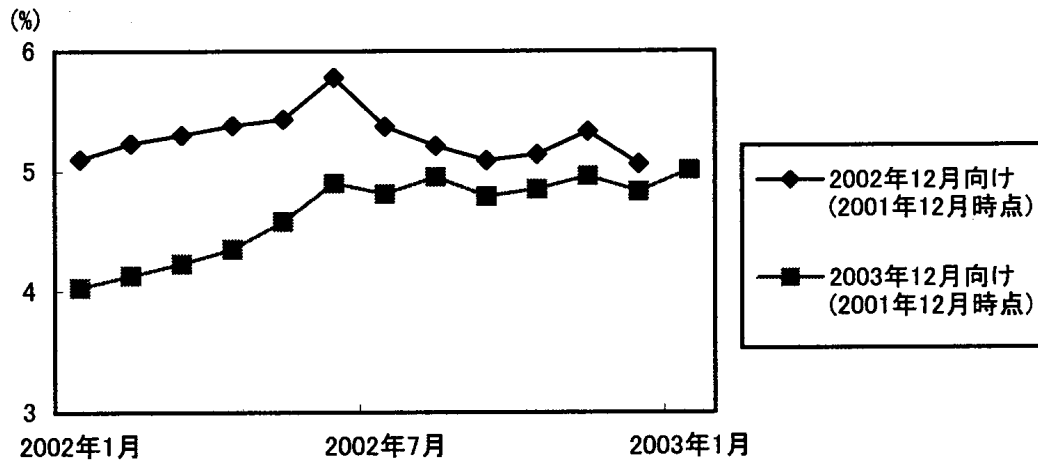
ハンガリー国立銀行は、インフレーション・レポート2002年2月号では、「あらかじめ金融引締めを行なう必要は無い」とした⁴⁰。また、2002年2月19日には政策金利を8.5%に引下げた。2001年12月のインフレ期待に関する調査では、2002年12月向けのインフレ期待に対して2003年12月向けのインフレ期待の水準は特に2002年前半の期間で大きく低下している(図1参照)。これは2001年下半期に大きく進んだデイスインフレを反映している。利下げはこれを政策に反映させたものと考えられる。しかしながら、インフレ期待の水準は2002年前半には1%程度上昇している(図1参照)。したがって、ここで利下げを行なうことが適切であったのかについては判断が分かれるところであろう。

38 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, *ibid.*, pp.9-10 を参照。

39 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, February 2002, p.20, Chart II-15 による。また、この点は同ページの本文でも触れられている。

40 インフレ率低下に対する調整の進まない名目賃金、消費の堅調な伸び、石油価格高騰の見込みにもかかわらず、為替増価、前の四半期に取られた金融引締めによるデイスインフレ速度の上昇、財政政策が需要を拡大する効果の低下と相殺しあうものとなっている。National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, *ibid.*, p.10 を参照。

図1 ハンガリーのインフレ期待動向(1)



出所：National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, various issues より作成。

ハンガリー国立銀行は、続く2002年5月号インフレーション・レポートの中で「同時に国内需要と賃金がこのままのペースで上昇するならば、利上げが必要となる」と警告しているが、「金融引締め必要性は現状が続けば必要ない」としている⁴¹。しかしながら、インフレ期待の上昇を受けて政策金利を2002年5月22日に9.0%に、2002年7月9日にはさらに9.5%へと引上げて金融引締め政策を採っている。結果的には、インフレ期待の水準が上昇しているにもかかわらず2月に利下げを行なった判断が適切性を欠いたものではなかったのかという疑問が生じる。ここから、ハンガリー国立銀行の金融政策はフォーワード・ルッキングな性質というわけではないことが見て取られる。また為替増価のコストに関しても注意がはらわれていると思われるが、これまでのところその影響は限定的と考えられる。

インフレーション・レポート2002年8月号は、当面の金融政策については『『中期プログラム』(The medium term program of the Government) 通り

41 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, May 2002, p.10 を参照。

にいけば金融政策は現状を維持すればよいが、国内需要と賃金が現在のように早いペースで上昇するならば、利上げが必要となろう」と述べている⁴²。当時の状況では、最低賃金の大幅な引上げやそれにとまなう消費の大幅な増加が生じており、『中期プログラム』が掲げる財政収支の改善も計画通りに進んでいるというよりはむしろ悪化を見せており、この時点で金融引締めについて触れてもよかつたのではないかと考えられる。しかしながら、直前の時期に利上げを行なっていたため、その辺りに関しては含みを持たせる程度にしたと見られる。

金利の引上げは一定程度の効果をもたらし、インフレーション・レポート2002年11月号でも「直近の金融引締めによってインフレが目標範囲を上回る可能性は下がったが、金融緩和の余地は限られている」と述べられている（図2参照）⁴³。ハンガリー国立銀行はインフレ期待の安定を受けて、2002年11月19日に政策金利を9%、2002年12月17日に8.5%へと引下げた⁴⁴。この点に関しては後に検討する実質金利の水準が4.9%という高水準にあったため、その観点からは妥当な判断といえるのだが、当時のインフレ期待の状況からは妥当とはいえない。国政選挙を控えて政治的影響が取りざたされた所以である⁴⁵。

2002年には、賃金の大幅上昇、財政拡張、消費増加によってインフレ圧力が高まっており、インフレ期待もそれを受けて高水準のまま2003年に入った。それに

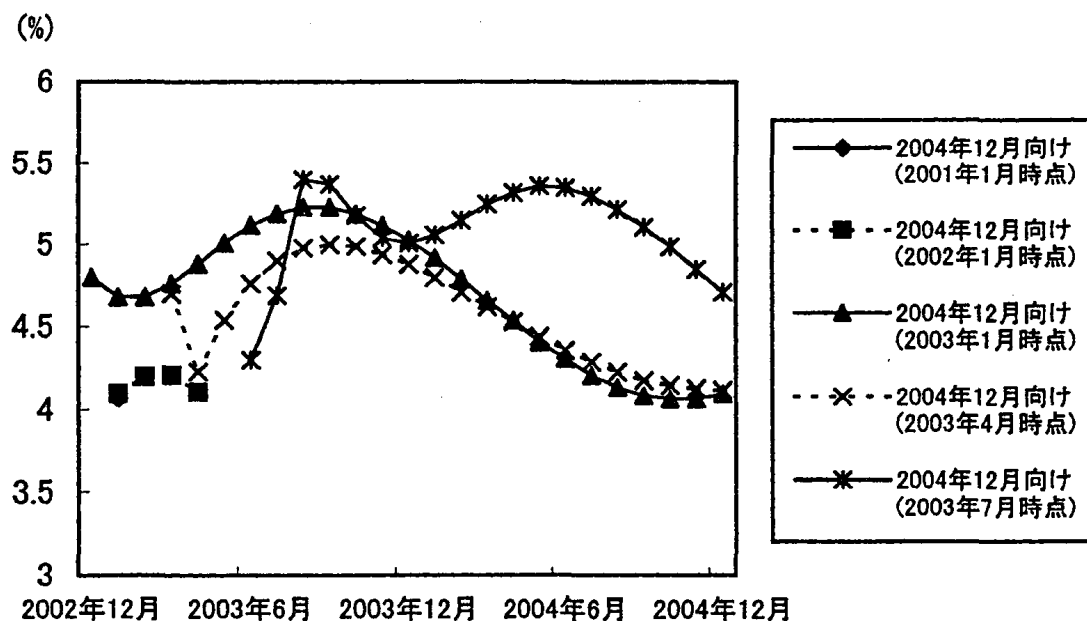
42 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, August 2002, p.8 を参照。『中期プログラム』は1995年3月より EU 加盟を目指して、財政赤字削減と公的部門の構造改革のために取り組まれているプログラム。同プログラムでは、財政赤字を2003年対 GDP 比で4.5%に削減、インフレ率は2002年平均で5%、同年末で4.5%を目指すとなっている。

43 National Bank of Hungary, *Annual Report* 2002, p.9 を参照。また、National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, November 2002, p.6 では、ハンガリー国立銀行がインフレ圧力の主要因の1つは財政政策であると懸念を表して、2003年の財政支出の削減を求めている。

44 インフレ期待の安定については、National Bank of Hungary, *ibid.*, pp.38-39, 特に図IV-17及び18を参照。そこでは、2002年第4四半期～2003年一杯の間、インフレ期待は5%程度で安定していることが示されている。

45 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, August 2001, p.38 を参照。

図2 ハンガリーのインフレ期待動向(2)



出所：National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, various issues より作成。

もかかわらず、ハンガリー国立銀行はフォリント買いの為替投機発生のため2003年1月16日に7.5%、2003年1月17日には6.5%へと政策金利の引下げを行なわざるを得なかった。同時に2001年5月に為替相場の変動許容幅を拡大して以来行なっていなかった外為市場における為替介入を実施した。国内に起因したインフレ圧力によって対外・対内目標の矛盾が発生する形となり、対外目標である為替相場の安定を優先させる形となった⁴⁶。

ハンガリー経済は確かに開放度が高いため為替相場は非常に重要な政策目標の1つではあるが、物価安定が最大の政策目標であることを考えれば、本来国内目標を優先すべきである。しかし、このケースでは為替相場を変動許容幅内に保つために利下げを行なった。このことから、インフレ目標の大原則である物価安定の優先が必ずしも守られないことがあると指摘できる。

この利下げの後、インフレ期待は短期の範囲では下落を見せた（図2参照）。

46 2003年6月に平価の変更が2.26%の切上げという形で実施された。

それを受けてインフレーション・レポート2003年2月号では、「現在の金融状況を変える必要はない」とした⁴⁷。その限りではよいのだが、同年半ば以降の時期に関してはインフレ期待は上昇を見せていたため、これを考慮に入れてやや金融引締めを行なった方がよかったと考えられる。

2003年6月時点では、上で述べたインフレ期待のデータどおり、ごく短期の範囲を除く2004年末までの多くの期間でインフレ期待が上昇した（図2参照）。そのためハンガリー国立銀行は2003年6月11日に7.5%、2003年6月19日には9.5%へと政策金利を上げた。

続いて実質金利の動向によって金融政策を検討する。2001年第3四半期から2003年第2四半期にかけての各期末の政策金利と消費者物価上昇率の差を実質金利と見なすと、各四半期の実質金利の水準は、2001年第3四半期2.3%、2002年第1四半期2.55%、2002年第2四半期3.0%、2002年第3四半期4.9%、2002年第4四半期3.7%、2003年第1四半期1.9%、2003年第2四半期5.6%となる。すなわち実質金利で見ると、2001年第4四半期から2002年第3四半期にかけて上昇しており、金融引締めが実施されたことがわかる。2002年第4四半期には政策金利の引下げが行なわれたが、第2四半期の水準に戻したのみで金融環境は引き続き引締め気味といえる。これは賃金の上昇、財政支出の拡大とそれに伴う消費増加に対応していると考えられるが、2003年に入って資本流入による為替増価圧力を招いた⁴⁸。ハンガリー国立銀行はこれに利下げで対応したが、賃金上昇と財政支

47 ハンガリー国立銀行は、世界経済の不調、GDP伸び率の低下(3.5%程度)、賃金の上昇、財政赤字の削減、原油価格上昇の結果、2003年12月のインフレ予測を約5%見込んでいる。これは、当初の同年インフレ目標範囲(2.5~4.5%)を上回る。また、財政・金融政策ともに限定的な影響力しか行使できないため、2004年末のインフレ予測も石油価格の下落、財政赤字の一層の削減などの不確実性の高い要素に依拠して約4%とした。さらに、為替平価が金融政策の足かせとなっているとして、2004年のインフレ目標を4%程度の引上げを提唱している。National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, February 2002, p.4を参照。

48 National Bank of Hungary, *Annual Report 2002*, p.9では、ハンガリー国立銀行は、財政赤字の拡大がもたらすインフレ圧力に対して高金利を維持することで抑制できるとしている。

出拡大によって、インフレ目標と為替相場の安定の両立が困難になったものと考えられる。

インフレ期待、実質金利の動向と金融政策との関係を比較すると、2001年後半の時期はデイスインフレが急激に進み、金融政策もこれに対応した時期で両者ともに大きな差はない。2002年前半は上でも述べたように、インフレ期待よりも実質金利の動向と見合っているように感じられる。2002年後半はインフレ圧力が強まったため、両者ともに大きな差異はない。2003年第1四半期は1月の為替投機を受けての利下げが行なわれたため、比較の対象とはしがたい。第2四半期はインフレ圧力の高まりを受けての利上げという点で大差ない。これからハンガリー国立銀行の金融政策の動向から判断するに、インフレ期待の動向よりもむしろ実質金利にややウェイトをおいて政策決定をしているものと考えられる。ただし、その政策はいくつかの場面で適切とはいえないことがある。特に2002年前半に関してはそれが顕著に見られる。

インフレ目標はインフレ予測を中間目標として行なわれるものであるが、以上からその原則が尊重されないことがあるように見受けられる。したがって、金融政策がフォワード・ルッキングなインフレ期待の形成に寄与しているかはいくつかの疑問が残る。

3. インフレーション・ターゲットの成果

ここでは、表1を用いて項目ごとにここ数年の物価上昇率の動向を検討する。

食品価格の動きは、農作物の出来という不確実性の高さを如実に示している。2000～01年の非加工食品の世界価格高騰による値上がり、その後の調整による価格上昇率の大幅な低下がこれである。後者にはここ数年の為替増価も影響している。こうした動きは、外的要因に依存するところが多い。

表1 消費者物価指数の項目別動向（単位：％）

	2001年 第4 四半期	2002年 第1 四半期	2002年 第2 四半期	2002年 第3 四半期	2002年 第4 四半期	2003年 第1 四半期	2003年 第2 四半期
食品	11.1	8.5	6.0	2.0	2.4	1.6	n.a.
非加工食品	7.6	9.5	5.3	-4.3	-1.0	-0.8	-2.3
加工食品	12.3	7.9	6.1	5.1	4.0	2.7	n.a.
貿易財	3.9	3.3	2.6	2.3	2.0	1.4	n.a.
市場サービス	10.2	8.8	8.9	9.0	9.0	8.5	n.a.
市場価格の家庭用エネルギー	1.4	0.0	1.9	2.3	4.0	6.5	} 3.7
自動車燃料	-13.1	-9.1	-7.3	1.8	8.2	14.4	
アルコール・タバコ	10.4	9.4	9.1	9.3	11.0	10.5	n.a.
規制価格	8.9	7.9	7.2	3.8	3.0	3.0	3.9
消費者物価指数	7.2	6.2	5.5	4.6	4.8	4.6	n.a.
コア・インフレ*	n.a.	6.7	5.9	5.6	5.5	5.0	4.5

出所：National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, various issues より作成。

注）「コア・インフレ」とは、消費者物価指数のうち、エネルギーなど短期的な変動の大きい要素を除いたもの。金融政策の指標として用いられている。

貿易財価格の上昇率は低位安定している。この項目は全体に占めるウェイトが最大であるため、その安定がハンガリーのデイスインフレの基礎となっているといえよう（なお各項目のウェイトについては表2を参照）。その背景には、為替相場の増価、主要な輸出先である欧州諸国の不況による対外需要伸び悩みがある。

市場サービスはウェイトが大きい、上昇率がなかなか下がっていない。この項目はサービス部門の賃金動向と密接な関係にあるが、特に2002年には賃金が大きく上昇した事を反映している。デイスインフレの最大の障害であり、賃金上昇率の目安となる期待インフレ率を抑制することが望まれる。しかし既に検討したように、ハンガリーの金融政策はそれよりも実質金利を重視しているため、なかなか成果上げることができていない。

エネルギー部門は全体に占めるウェイトは小さいが、大きく値上がりした。これは、イラク戦争や同時多発テロなど外的要因の影響が大きい。

表2 インフレ予測のウェイト（単位：％）

	2001年 第3 四半期	2001年 第4 四半期	2002年 第1 四半期	2002年 第2 四半期	2002年 第3 四半期	2002年 第4 四半期	2003年 第1 四半期	2003年 第2 四半期
食品	19	19	19	19	19	19	18.8	n.a.
非加工食品	5.3	5.3	5.4	6.2	6.2	6.2	6.3	6.3
加工食品	13.7	13.7	13.6	12.8	12.8	12.8	12.5	n.a.
貿易財	26.8	26.8	26	27	27	27	26.6	n.a.
市場サービス	20.4	20.3	20.4	19.4	19.4	19.4	19.1	n.a.
市場価格の家庭用エネルギー	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	n.a.
自動車燃料	5	5	5.2	5.2	5.2	5.2	4.7	n.a.
アルコール・タバコ	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.8	n.a.
規制価格	18.5	18.6	18.9	18.9	18.9	18.9	19.4	19.4
CPI	100	100	100	100	100	100	100	100
コア・インフレ	n.a.	n.a.	n.a.	68.2	68.2	68.2	68.1	68.1

出所：National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, various issues より作成。

規制価格では、比較的早くデイスインフレが浸透していることが見て取れる。これは、多くの部分で政府が全般的なコントロール権を持っていることと、EU加盟に当たり共産主義時代終焉以降も残存する価格規制の改革が進みつつあるためと考えられる。ただし、地方公共団体管轄の部分はコントロールが難しく、今後はこの部分が問題となると思われる。

以上より、デイスインフレが進展しているのは、規制価格を別にすれば、貿易財、食品といった全体に占めるウェイトが大きく、外的要因の影響を強く受ける項目においてである。一方、市場サービスなどの国内部門のデイスインフレはなかなか進行していない。後者に関しては、財政支出の削減、賃金伸び率の抑制、政府による促進策が必要と思われる。また、規制価格のデイスインフレが進展していることは注目に値する。この点に関しては、EU加盟による価格体系の改革が大きく寄与しているものと考えられる。いずれにしてもここでの分析から、ここ数年のデイスインフレの進行は為替体制の変更による為替相場増価の効果が大き

いことがわかる。

4. インフレ予測の検討

ここでは、ハンガリーのインフレ目標の特徴のひとつであるインフレ予測を検討したい。ハンガリーは、四半期ごとに出されるインフレーション・レポートにおいて、インフレ予測を発表している⁴⁹。インフレ予測は、金融政策においてインフレ目標に対する中間目標と位置付けられる。2001年8月号のインフレーション・レポートによると、名目為替相場や金利などの金融変数が現状で維持されたと仮定して、金融・外的環境一定の下で主要マクロ変数を予測する⁵⁰。それらを用いてインフレ予測が作成される。以下ではまず、インフレ予測の精度を検証し、その後予測を作成する際に用いられる仮定について考える。

予測の精度

ここでは表3を用いて作成されたインフレ予測がどの程度の精度を持つものなのかをみたい。というのは、このインフレ予測は金融政策の中間目標として用いられるため、それがどの程度正確なのかはインフレ目標の成果にとって大きな問題だからである。

表3は、2001年第3四半期以降各四半期ごとに発表されているインフレ予測と、実際の統計の格差を累計したものとなる。したがって、累計の期間は四半期によって異なり、特に統計の公表が始まった初期の期間では累計の期間が非常に短い。また、項目の一部は2003年第2四半期以降公表されなくなってしまったため、2003年第2四半期以降の時期についても累計期間を一部欠いている。したがって

49 その対象となる期間の範囲は、1年半～2年の間となっている。また、National Bank of Hungary, *Annual Report* 2001, p.24 では、市場参加者は予測と目標の格差から将来の金融政策を予測するものと述べられている。

50 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, August 2001, p.38 を参照。

表3 消費者物価指数の項目別動向（単位：％）

	2001年 第3 四半期 修正累計	2001年 第4 四半期 修正累計	2002年 第1 四半期 修正累計	2002年 第2 四半期 修正累計	2002年 第3 四半期 修正累計	2002年 第4 四半期 修正累計	2003年 第1 四半期 修正累計	2003年 第2 四半期 修正累計	2003年 第3 四半期 修正累計	2003年 第4 四半期 修正累計
食物	-0.3	-5.3	-6.7	-3.1	-3.6	-2.5	-3.0	-1.5	0.8	-1.2
非加工食品	-2.7	-3.9	-4.6	-3.0	-1.4	-1.6	-5.7	-2.5	3.8	-4.1
加工食品	0.7	-6.3	-7.7	-3.4	-1.3	-1.4	-1.6	-1.2	-0.9	-0.1
貿易財	0.4	0.3	1.8	2.4	3.0	3.1	2.2	2.2	2.1	1.3
市場サービス	0.4	0.2	1.0	1.1	2.2	2.3	3.2	3.7	2.6	0.7
市場価格の家庭用エネルギー	0.4	-13.3	2.8	3.4	2.9	5.3	4.3	2.9	5.6	4.5
自動車燃料	0.1	-8.4	-8.2	-3.0	1.7	1.7	4.6	8.1	1.0	1.1
アルコール・タバコ	-0.5	-1.7	-1.4	-1.5	-6.5	2.9	1.7	2.6	2.4	1.6
規制価格	0.1	-0.4	-0.5	-0.1	-4.9	-3.5	-2.3	0.3	3.0	1.4
消費者物価指数	0.1	-1.7	-1.1	0.2	4.8	0.6	0.7	0.8	2.0	0.8

出所：National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, various issues より作成。

注）インフレ予測が発表された期間は2001年第3四半期から2003年第2四半期で、その後発表されなくなってしまったため、修正の累計の期間は各四半期によって異なる。
2001年第3四半期は1期間、2001年第4四半期は2期間、2002年第1四半期は3期間、2002年第2四半期は4期間、2002年第3四半期は5期間、2002年第4四半期と2003年第1四半期は6期間、2003年第2四半期～第4四半期は5期間、2004年は全ての四半期で2期間となっている。

インフレ予測の厳密な正確性を議論することはできない。しかし、ここに上げたものだけでも大まかな傾向をつかむことができるため、同表に基づいて話を進める。

同表からわかることを述べると、まず2001～02年の食品価格の修正が大きい。これは2000年に生じた非加工食品の世界価格の大幅な値上がり、それを受けた加工食品の2000～01年の高騰、2001～02年の価格の大幅な下方への調整を大きく受けている。食品価格は、農作物の出来不出来を反映して乱高下する性質があり、かつそうした動きは事前には予測困難な部分が多いため、予測の大幅な修正が生じることは避けがたい。

貿易財、市場サービスでは、既にある程度予測のノウハウが蓄積されており、

安定した結果を残している。

市場価格の家庭エネルギー、自動車燃料のエネルギー部門では、同時多発テロの影響が大きかった2001年第4四半期から2002年第2四半期までは下方に大きく修正することが続いたが、その後は上方に修正することが続いた。前者に関しては、同時多発テロの影響で一時的に国際価格が急上昇した時期に前月の平均値を予測として用いたため大幅な下方修正を強いられることになった。すなわち予測の仮定に大きな問題があるため、高すぎる予測をしてしまったといえる。それ以後の時期については、イラク戦争の前後の時期に大きな上方修正を経験した。この項目は概して予測が難しいため、ある程度予測の修正が大きくなるのは致し方ない。

アルコール・タバコ、規制価格は予測の修正が大きい時期がある（特に2002年第3四半期及び第4四半期）。ともに議会、ないしは地方自治体によって決定されるもので、1年程前までの時期には将来の予定が立っておらず、この項目と必ずしも密接な関係にあるとはいえない平均的な価格動向を用いている。予測の修正が大きい時期があるのはそのためと推測される。一方1年以内の時期は予定が決まってほぼ予測がつくため予測の修正は少ない。したがって、上の方法での1年超の期間の予測は意味をなさない。クリアする方法としては、規制価格の決定に関して2年の時間軸を採りいれてインフレ目標と整合性のあるものとし、また価格の決定もインフレ目標の達成を念頭においたものとするのが考えられる。

全体としては、インフレ予測は2002年第3四半期を除くと大きなずれはない。しかし、これは予測が上方に外れた項目と下方に外れた項目が互いに打ち消しあったことや、予測の修正が大きかった項目のウェイトが小さかったなどたぶんに偶然性が高い要素による。したがって、インフレ予測は必ずしも上手くいっているとはいえない。

インフレ予測の仮定

予測に用いられている仮定の中で、問題となるものをいくつか上げて多少検討してみたい。それによって、通常途上国がインフレ目標を導入するに当たってネックとなる統計手法の未整備の問題をハンガリーのケースで検証する。

A 石油価格

インフレーション・レポートの2001年8月号では前月平均値を採用するという標準的な方法を採用していたが、2002年2月号では前月の平均を用いることはやめている⁵¹。これは、国際価格の上昇を受けて、市場価格のエネルギーと燃料価格の大幅な上昇を見込んだためである。2002年11月号では石油価格をリスク・マネジメントとして、多くの予測の中で最高の価格を用い、10月の平均価格で固定する方法を選択した⁵²。しかし、この方法では石油価格を必要以上に高く見積もる可能性があるので不適当といえよう。つづく2003年2月号では石油価格の仮定を先物相場とエコノミストのコンセンサスに求める方法を採用し、価格が持続的に下落するものと見込んでいる⁵³。

インフレ目標開始当初は標準的な方法を用いていたが、同時多発テロ、アフガン戦争、アメリカによるイラク攻撃の可能性の高まりを背景とした国際的な石油価格の上昇に合わせて予測方法を模索していた期間を経てインフレーション・レポートの2002年11月号ではリスク・マネジメントとして予測の中でも最も高い価格を採用した。しかし、この方法では石油価格を必要以上に高く見積もることとなった。インフレ目標は国家の安全保障政策ではなく、あくまでも経済政策であるため、こうした方法を採用することは望ましくない。この失敗を踏まえて

51 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, August 2001, p.31 および February 2002, p.45 を参照。

52 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, November 2002, p.11-12 を参照。

53 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, February 2003, p.9 を参照。

2003年になると、先物相場やエコノミストの予測を参考としてより合理的な仮定を採用するに至りつつある。

B 為替相場

ユーロ・ドル相場は前月の平均値を採用する方法を採り続けている。この方法は国際機関などが標準的に用いている方法であり、変動の激しい為替相場の予測が難しい現状では致し方ないと思われる。

C 貿易財価格

ハンガリー国立銀行は、インフレ目標開始当初は為替体制の変更の影響から、為替相場のパス・スルー率の下落を見込んでいたが、その影響は徐々に薄れつつあると見ている。すなわちインフレーション・レポートの2001年8月号、2002年2月号では、為替相場のパス・スルーを1年半で50%、2年で75%と仮定とし、また2002年11月号では為替相場のパス・スルーに関する仮定は不変としている⁵⁴。これは、為替相場体制の変更による経済主体による行動様式の変化を合理的に織り込んでいると考えてよく、評価できる。

D 輸入インフレ

インフレーション・レポートの2001年8月号ではドイツの貿易財価格を指標に用いていたが、2002年11月号ではユーロ圏の貿易財価格に変更した⁵⁵。これは、ドイツ貿易財価格とユーロ圏貿易財価格に乖離が生じており、かつハンガリーの貿易相手がユーロ圏全体に広がりつつあるためである。そのためドイツの貿易財価格を輸入インフレの指標に用いることにデメリットが生じつつあった。この問題を回避するために上記の変更が行なわれた。迅速な対応で望ましいものである。

54 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, August 2001, p.32, February 2002, p.45 および November 2002, p.12 を参照。

55 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, November 2002, p.12 を参照。

E 自動車燃料

世界価格と為替相場、予定されている消費税の引上げを考慮して予測が作成される⁵⁶。これは、市場から得ることのできる情報を用いた合理的な方法である。

F アルコール・タバコ

インフレーション・レポートの2001年8月号では、基本的に消費者物価上昇率のトレンドに従うものと仮定し、また2002年11月号ではタバコの消費税引上げが消費者物価に十分浸透する予定としている⁵⁷。しかし、この問題については税金の引上げが消費者物価に十分浸透するペースについて緻密に考慮すべきである。アルコール・タバコの消費税は数年に1回は行なわれているため、データから過去のケースを検証することはそれ程困難ではないと考えられる。

G 規制価格

インフレーション・レポートの2001年8月号では、予算に従うため外生的と仮定している⁵⁸。また2002年11月号では、2003年については基本的にはインフレ目標に従うものとの仮定を採用している⁵⁹。一方2004年に関しては規制価格に関する情報がないため、市場サービスと同様の動向を見せるものと考えている。

ハンガリーの場合、次年度の規制価格は予め決定されているため、この点に関してはほぼ十分な情報が得ることができ、精度の高い予測が可能である。しかし、それ以降の時期に関する情報はないため、2年先まで発表するインフレ予測のうち1年を超える期間はこの情報なしに予測をしなければならず、過去の予測もこの部分は精度が極端に低い。予測の方法も、市場サービスのものを流用するだけで済ませているが、これまでのデータからより相関性の高い指標を見つけるとい

56 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, August 2001, p.35 による。

57 National Bank of Hungary, *ibid.*, p.32 および November 2002, p.13 を参照。

58 National Bank of Hungary, *ibid.*, p.38 を参照。

59 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, November 2002, p.13 を参照。

う方法で、できうる限り予測の精度を高めるべきである。

H 賃金伸び率

2002年11月号以前はインフレ目標が達成される前提から算出した賃金上昇率見込みを予測に充てており、この方法では十分な精度を確保できなかった⁶⁰。しかし2002年11月号では、需要の波及効果と2002年の賃金と収入の急増を考慮したことより合理的な予測方法が採用され、精度も大幅に改善するものと期待される⁶¹。

I 非加工食品

ハンガリー国立銀行は、2001年8月号のインフレーション・レポートで非加工食品価格の予測については、専門家の情報と先物価格、さらに生産性伸び率、賃金、農作物価格などのサプライ・サイドの要素を考慮した上で算出するとしている⁶²。こうした方法は合理的なものであり、特に問題となるような点は見られない。

J 財政収支

2003年2月号では、財政政策のインフレに対する影響を考慮している。これは、2002年下半期の公的部門の賃金増加や家計への移転支出の増加が関係しており、財政支出の動向がインフレ目標に与える影響が注目されていることを受けるものである。それによると、財政収支がインフレに及ぼす影響は2003年には1.3%と推定されている。今後、インフレ予測における財政政策の影響を考察のさらなる精緻化の進展が望まれる。

60 ハンガリー国立銀行は、インフレーション・レポート2002年2月号で賃金の強い上昇圧力を認めながらも、それを考慮しない予測を立てている。こうした判断の適切さも問題といえる。National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, February 2002, p.34 を参照。

61 National Bank of Hungary, November 2002, p.13 を参照。

62 National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, August 2001, p.37 による。

ここで本章の内容をまとめると、予測の精度については高いとはいえない。これは一部には対象となる期間に不確実性の大きさの原因となる要素が多く存在したことによるが、一部では予測の方法に問題があったためである。また、インフレーション・レポートのインフレ予測の発表形式が大きく変わってしまうという点で、精度以前にコミュニケーションに問題があると指摘できる。

予測の仮定においては、当初プリミティブな手法が目立ったが、この数年で急速に改善されつつある。通常途上国がインフレ目標を導入するに当たってネックとなる統計手法の未整備の問題についても、2003年からインフレーション・レポートで詳細な統計が付されるようになるなどの努力がなされている。しかし、予測の精度はまだ改善の余地が多分にあるといえよう。

結 論

最後に本稿の結論を述べる。ハンガリーはインフレ目標の制度的な側面の多くを満たしている。ただし、政府との関係で多少の問題点を残しており、改善が望まれるところである。金融政策の運営については、ハンガリー国立銀行の金融政策は、インフレ目標で通常重視されるインフレ期待よりも、実質金利に重きを置いているものと考えられる。これは、マクロ経済の運営を最重点課題としているものと理解される。しかし、インフレ期待の動向からすると適切とは思われない政策を採ることがあるため、今後は重点をインフレ期待にやや移したほうがインフレ目標の性質上好ましいのではないかと考える。こうした問題が生じる根本的な背景には拡張的過ぎる財政政策の存在がある。この問題の多くは金融・財政政策の協調の下で解消されると思われるので、財政規律の改善が求められる。また消費者物価上昇率の動向の検討から、これまでのデイスインフレの進行は為替相場の増価などの外的要因によるところが大きいのが、このルートを通じたこれ以上

のデイスインフレには限界がある。そのため、サービス部門の賃金など国内要因によるインフレ率の抑制が必要となるが、遅々として進んでいない。そしてここでも財政規律の弛緩が大きな問題として立ちはだかっている。また、途上国におけるインフレ目標の主要な障害のひとつとして、統計の未整備と、それを用いた経済分析の未発達がある。ハンガリーはインフレ予測の導入の運用を通じてこの問題に積極的に取組んではいるが、課題は多い。ハンガリーのデイスインフレに向けた努力はこれからが本番であるといえる。

参 考 文 献

外国語文献

- Bernanke, B., T. Laubach, F.S. Mishkin and A.S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from International Experience* (Princeton University Press).
- Devell, G. (1997), "Inflation Targeting in Practice", *IMF Working Paper*, No.35, March 1997.
- Haldane, A.G. (1995), *Targeting Inflation*, A Conference of Central banks on the use of inflation targets organized by the Bank of England, 9-10 March 1995 (Bank of England).
- International Monetary Fund (1996), "Inflation Targeting Assumes Growing Importance in Monetary Policymaking", *IMF SURVEY*, November 11, 1996.
- International Monetary Fund (2002), *Hungary: Selected Issues and Statistical Appendix*, *IMF Country Report* No. 02/109, June 2002.
- Koch, E.B. (1997), "Exchange Rates and Monetary Policy in Central Europe—a Survey of Some Issues", *Österreichische Nationalbank Working Paper*, No.24.
- Leiderman, L. and L.E.O. Svensson (1995), *Inflation Targets* (CEPR).
- Masson, P.R., M.A. Salvatano and S. Sharma (1997), "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", *IMF Working Paper* No.130, October 1997.
- Mishkin, F.S. (2000), "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries", *American Economic Review*, vol.90 no.2, AEA Papers and Proceedings, May 2000, pp.105-109.

- National Bank of Hungary(2002), *Annual Report 2002*.
- National Bank of Hungary, *Quarterly Report on Inflation*, various issues.
- OECD(1999), *Economic Surveys 1998-1999 Hungary* (Organization for Economic Cooperation and Development).
- OECD(2002), *Economic Surveys 2001-2002 Hungary* (Organization for Economic Cooperation and Development).
- Riecke,W.(2001), *Integration into EU and EMU: Challenges of Real and Nominal Convergence, National Bank of Hungary's Approach*, Conference organized on the occasion of the 75th anniversary of central banking in the Czech Republic, Congress Centre of the Czech National Bank, 20 September 2001.
- Schaechter,A., M.R.Stone and M.Zemer(2000), "Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries", *IMF Occasional Paper*, No.202.
- Siklos, P.L. and Abel,I.(2002), "Is Hungary Ready for Inflation Targeting?", www.wlu.ca/~wwwsbe/faculty/psiklos/ITinHungary/pdf.
- Szapary,G.(2000), "Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries during the Run-Up to EMU", *NBH Working Paper 2000/7*, National Bank of Hungary, Economics and Research Department, October 2000.
- Varhegyi,E.(2001), *Hungary's experience in the crawling peg regime: benefits and costs*, Paper presented in ACE conference, 21 September 2001, Vienna.

日本語文献

- 佐藤和憲(2002)「ハンガリー経済の現状－EU加盟に向けて－」『国際金融』第1084号 49-54頁.
- 田中和子(2001)「ハンガリーの通貨バスケット制度」財団法人国際通貨研究所『通貨バスケット制参加国の実態調査』第7章 平成13年2月 <http://www.mof.jp/jouhou/kokkin/tyousa/tyou022.htm>.
- 山崎 晋(2003)「ハンガリーの為替政策とドル化」久留米大学産業経済研究会『産業経済研究』第43巻4号, 77-111頁.